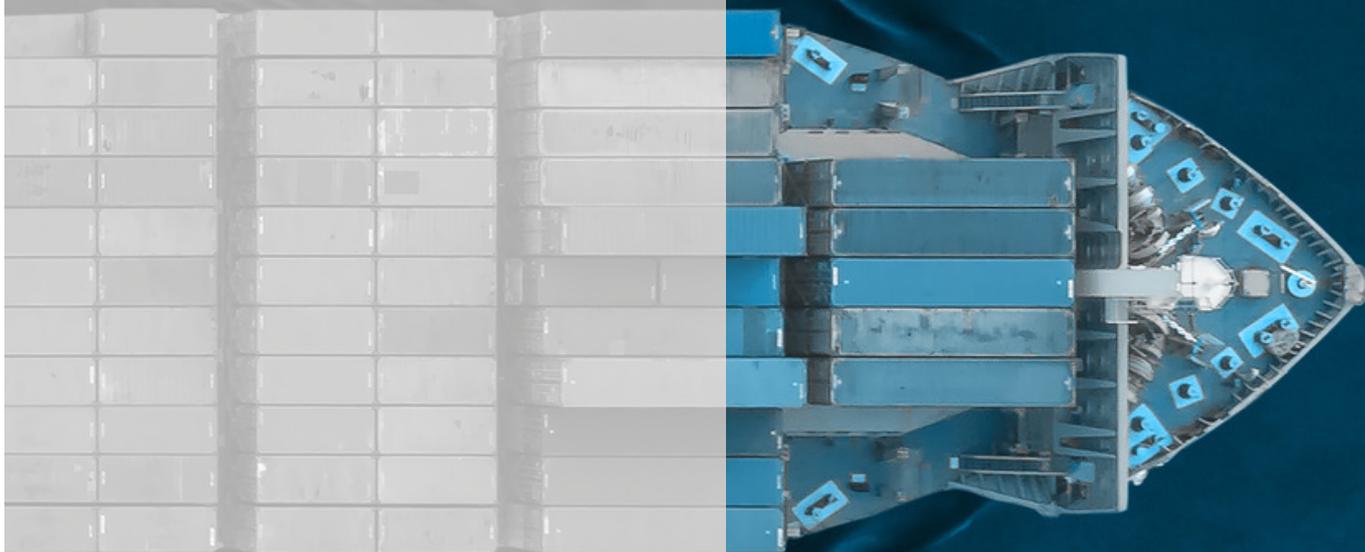


the day after

#8 | Giugno 2020

*La deglobalizzazione
potrebbe migliorare
la diversificazione,
ma anche
esacerbare il
contagio
finanziario*



Amundi
ASSET MANAGEMENT

Autori



Alessia BERARDI
Head of EM Macro and
Strategy Research



Marie BRIÈRE
Head of the Investor
Research Center
Amundi

Negli ultimi anni, le dinamiche del commercio mondiale hanno registrato una forte inversione del trend della globalizzazione e del suo contributo in termini di risultati economici globali. La Grande Crisi Finanziaria ha segnato una svolta storica nel grado di integrazione economica globale. Dal 2007/08 il commercio globale è entrato in un periodo caratterizzato da politiche sempre più protezionistiche (barriere commerciali, sussidi nazionali, national champions), dal rallentamento della crescita nei settori ad alta intensità commerciale, dalla crescente incertezza politica e, più di recente, dalle tensioni commerciali.

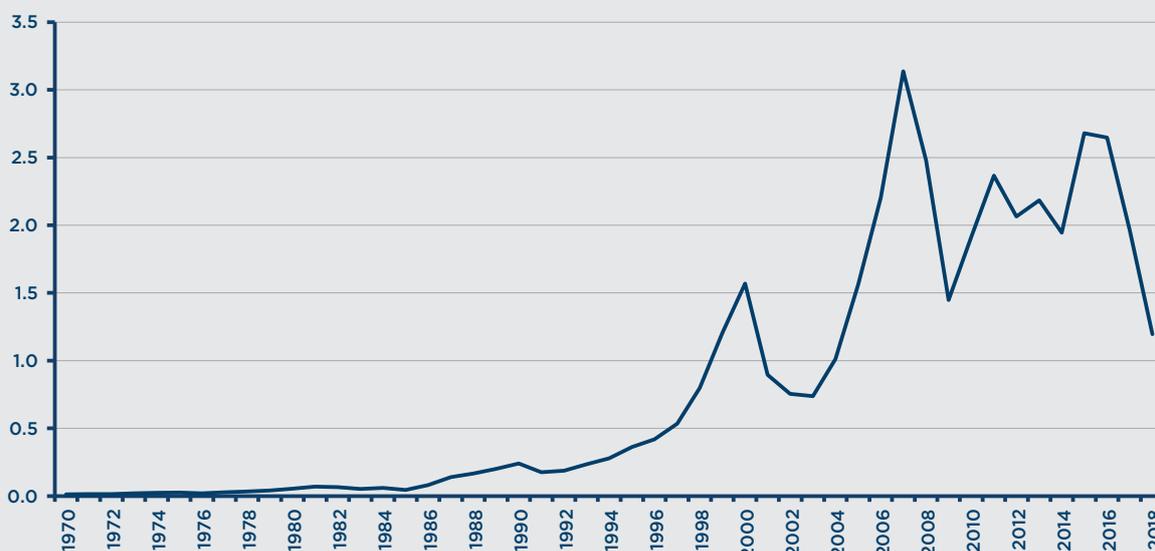
Un chiaro esempio di questa inversione di tendenza della globalizzazione è rappresentato nel grafico 1: l'evoluzione degli investimenti diretti esteri dal 1970. Gli investimenti diretti esteri sono diminuiti del 60% dal loro picco nel 2007. I flussi finanziari transfrontalieri hanno registrato un trend simile (Bordo, 2017).

Nel 2020, la pandemia del Covid-19 ha semplicemente aggiunto slancio a un trend iniziato un decennio fa. In risposta all'attuale crisi sanitaria ed economica, i diversi paesi stanno ridefinendo le loro strategie in materia di integrazione economica,

autonomia in settori strategici e sovranità economica interna, rafforzando il trend della deglobalizzazione.

La crisi del Covid-19 potrebbe spingere gran parte dei paesi a ripensare alla loro dipendenza in settori chiave come la tecnologia (protezione dei dati, privacy e sicurezza nazionale). Di fatto, le società statunitensi e cinesi dominano questo settore e la mancanza di una società europea leader a livello globale potrebbe spingere l'Europa a diventare più difensiva e ad incrementare la regolamentazione nei confronti di aziende e paesi stranieri. Uno dei settori più sensibili, maggiormente esposti durante la crisi pandemica, è stato quello sanitario: diversi paesi si sono resi conto della loro enorme dipendenza da aziende straniere e hanno sentito l'urgenza di sviluppare una produzione nazionale sufficiente di apparecchiature mediche e di farmaci. **Tra i vari fronti aperti con la Cina, gli Stati Uniti hanno recentemente intensificato i propri sforzi per la rilocalizzazione del settore sanitario.** Sono state lanciate alcune iniziative per aumentare la capacità interna, come l'aumento del budget a seguito della legge CARES e prestiti specifici alle imprese.

Grafico 1: Investimenti diretti esteri, flussi netti (bilancia dei pagamenti, migliaia di mld di \$)



Fonte: Fondo monetario internazionale, base di dati sulla bilancia dei pagamenti, integrata dai dati della Conferenza delle Nazioni Unite sul commercio e lo sviluppo e da fonti ufficiali nazionali.

Si tratta di un circolo vizioso che si autoavvera: le restrizioni commerciali comportano ulteriori restrizioni commerciali da parte di altri partner. La globalizzazione è generalmente accettata per aver prodotto un elevato livello di ricchezza generale (anche se non equamente distribuito), e potrebbe rivelarsi difficile far fronte alle conseguenze del trend in atto sulla deglobalizzazione, in assenza di una forte leadership a livello internazionale finalizzata a mantenere una collaborazione costruttiva e il multilateralismo.

Nonostante il fatto che il mondo si stia sempre più polarizzando su due centri di potere antagonisti, non ci aspettiamo che l'approccio multilaterale globale si frantumi in centinaia di paesi autarchici (isolazionismo); riteniamo invece più probabile lo sviluppo di accordi più personalizzati/regionali (USMCA, RCEP e CPTPP, per citarne alcuni).

Il processo di deglobalizzazione economica che si è intensificato poco dopo la Grande Crisi Finanziaria non ha portato a un trend simile nel mondo finanziario. I mercati finanziari di tutto il mondo sono rimasti molto integrati. Ma se la deglobalizzazione economica dovesse tradursi in una deglobalizzazione finanziaria, ciò potrebbe avere un grande impatto sulle correlazioni tra i mercati, sia nel lungo periodo che durante le crisi finanziarie, con importanti conseguenze per gli investitori alla ricerca di opportunità di diversificazione. L'analisi storica delle correlazioni tra rendimenti azionari nell'ultimo secolo è particolarmente indicativa. Abbiamo vissuto periodi caratterizzati da livelli diversi di intensità della globalizzazione. Analizzando i periodi caratterizzati da minor globalizzazione, vorremmo comprendere ciò che potrebbe accadere in un mondo meno globalizzato dal punto di vista finanziario.

Globalizzazione finanziaria, contagio finanziario e diversificazione dei portafogli¹

La globalizzazione finanziaria non è un processo lineare o irreversibile. Diverse

ricerche hanno dimostrato che l'integrazione internazionale dei mercati dei capitali è stata significativamente più pronunciata nei periodi 1880-1914 e post-1971 che nei periodi interbellici (1919-1939) e degli accordi di Bretton Woods (1944-1971) (Mauro et al., 2002; Goetzmann et al., 2005; Rangvid et al., 2016). Bekaert e Mehl (2019) hanno studiato l'integrazione globale dei mercati azionari nel periodo 1880-2014.

Hanno dimostrato che, sebbene i mercati azionari internazionali siano stati integrati in modo significativo durante la prima era della finanza globale del 1880-1914, l'integrazione è stata al suo massimo livello nell'era post-Bretton Woods. Di conseguenza, la globalizzazione finanziaria tra il 1880 e il 2014 ha seguito un modello a forma di 'V' allungata (Bekaert e Mehl, 2019).

Per definizione, **la globalizzazione è insensibile alle crisi e si riferisce ad un aumento generale delle correlazioni tra le classi di attività e tra le aree geografiche** (Berben e Jansen, 2005). Tuttavia, **durante gli episodi di crisi finanziaria, osserviamo spesso un aumento significativo delle correlazioni tra i mercati che vanno al di là di ciò che i fondamentali possono spiegare** (Forbes e Rigobon, 2002). Questo fenomeno è stato chiamato «contagio» e ha implicazioni importanti per gli investitori. Di norma, gli investitori mirano a beneficiare dell'adozione di strategie di diversificazione. Tuttavia, in caso di contagio tra i paesi, la diversificazione geografica diventa meno efficace durante le crisi, il che a sua volta rende gli investimenti con rendimenti già bassi ancora peggiori.

Contagio finanziario nel lungo periodo

In un recente articolo (Accominotti et al., 2020), analizziamo le correlazioni tra 17 mercati azionari internazionali da una prospettiva storica di lungo termine (1880-2014). Analizziamo la questione del contagio finanziario durante i periodi globalizzati. Più precisamente, studiamo come il livello

1. Una versione precedente dell'articolo (Accominotti O., Brière M., Burietz A., Walderlinck K. e Szafarz A. «Globalizzazione e contesto finanziario») è stata pubblicata dal Center for Economic Policy Research Policy Portal (VoXEU) il 10 aprile 2020: <https://voxeu.org/article/globalisation-and-financial-contagion>

di globalizzazione finanziaria influisca sul rischio di contagio finanziario internazionale. Considerando il periodo compreso tra il 1880 e il 2014, possiamo distinguere quattro sotto-periodi con diversi livelli di integrazione dei mercati finanziari:

- L'era del gold standard del 1880-1914, quando i mercati finanziari erano globalizzati, ma l'integrazione internazionale dei mercati azionari era più moderata che nel periodo più recente;
- gli anni interbellici del 1918-1940, che hanno visto una breve ripresa dei flussi di capitale cross-border seguita da un collasso della globalizzazione;
- il periodo degli accordi di Bretton Woods del 1946-1971, quando i mercati azionari erano scarsamente integrati dal momento che la maggior parte dei paesi implementava i controlli sui capitali; e
- l'era post-Bretton Woods del 1972-2014, quando l'integrazione del mercato azionario globale ha raggiunto il suo livello più alto.

Per superare il problema di svincolare la globalizzazione finanziaria dal contagio, seguiamo un processo sequenziale. In primo luogo, utilizziamo un modello internazionale di "capital asset pricing" per valutare la globalizzazione dei mercati azionari di 17 paesi e individuare gli excess return nei quattro sotto-periodi individuati rispetto al portafoglio di mercato internazionale. Analizziamo poi le correlazioni tra gli excess return mensili, confrontando le matrici di correlazione utilizzando i test proposti da *Goetzmann et al.* (2005).

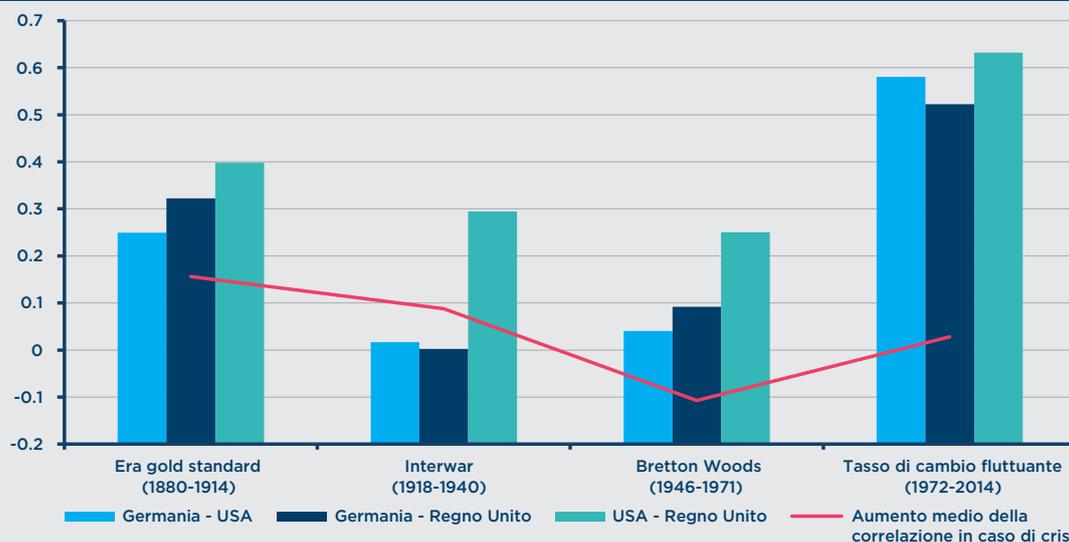
Misuriamo quindi il contagio, non come il livello assoluto di incremento della correlazione incrociata, ma come l'aumento delle correlazioni al di sopra di ciò che i fondamentali possono spiegare. In sintesi, prendiamo in considerazione la possibilità di una globalizzazione associata alla fonte sistematica di variazione dei rendimenti, e poi prendiamo in considerazione il contagio sovrastante.

Dimostriamo che l'intensità del contagio dei mercati azionari varia in base al grado di globalizzazione dei mercati finanziari, ma in modo non lineare. Intuitivamente, in un mondo caratterizzato da elevate correlazioni tra mercati, le possibilità di un aumento delle correlazioni a seguito di una crisi dovrebbero essere più limitate rispetto a un mondo caratterizzato da una globalizzazione limitata o nulla.

Il grafico 2 illustra il rapporto tra globalizzazione finanziaria e contagio finanziario. Il grafico riporta le correlazioni tra i rendimenti mensili dei mercati azionari di Germania, Stati Uniti e Regno Unito in quattro sotto-periodo dal 1880 al 2014. Mostra anche l'aumento medio delle correlazioni dei rendimenti dei mercati tra questi tre paesi durante gli episodi di crisi individuati. Come è evidente, il contagio internazionale sui mercati azionari sembra essere stato un problema significativo solo nell'era della globalizzazione «moderata» del 1880-1914, ma è stato un problema molto meno grave nel periodo della globalizzazione finanziaria «intensa» del 1972-2014.

Perché il contagio si verifichi, i mercati devono essere leggermente integrati. Quando le connessioni tra i mercati sono minime, il contagio non può manifestarsi. Al di fuori della globalizzazione, il contagio è impossibile perché richiede una certa permeabilità tra i mercati finanziari situati in paesi diversi. Con i livelli massimi della globalizzazione come nel periodo 1972-2014, tuttavia, il contagio è destinato a scomparire perché quando le correlazioni dei rendimenti azionari in periodi di calma sono molto elevate, vi è molto meno spazio per un eventuale aumento a seguito di uno shock. **Ma quando i mercati sono integrati in modo più moderato, il contagio finanziario diventa plausibile durante le crisi.** Durante l'era del gold standard del 1880-1914, la globalizzazione finanziaria era ragionevolmente elevata, evidenziando la presenza di contagio finanziario. Nel complesso, il contagio è più probabile quando i livelli di globalizzazione finanziaria sono in un range intermedio.

Grafico 2: Correlazioni tra paesi e aumento della correlazione media durante le crisi, Germania, Regno Unito e Stati Uniti



Fonte: GFD, calcoli dell'autore.

Conclusione

Negli anni successivi alla Grande Crisi Finanziaria, è iniziato un processo di deglobalizzazione economica che non si è minimamente riflesso sull'integrazione dei mercati finanziari (globalizzazione finanziaria). L'attuale pandemia di Covid-19 potrebbe causare un altro «stress test» per la globalizzazione, portando a un ulteriore ripensamento dell'economia globale interconnessa. Se una delle conseguenze è che i mercati finanziari torneranno a un livello più moderato di globalizzazione, potremmo aspettarci che le correlazioni tra rendimenti finanziari siano più basse in periodi di calma, migliorando così potenzialmente i benefici della diversificazione. Tuttavia, se torniamo a un regime vicino a quello vissuto durante l'era del gold standard, potremmo anche aspettarci un aumento più significativo delle correlazioni durante le crisi finanziarie, a causa di un aumento del contagio finanziario.

Riferimenti

- Accominotti, O., Brière, M., Burietz, A., Oosterlinck, K., Szafarz, A., 2020. Did Globalization Kill Contagion?. CEPR Discussion Paper No. 14395.
- Bekaert, G., Mehli, A., 2019. On the global financial market integration "swoosh" and the trilemma. *Journal of International Money and Finance*, forthcoming.
- Berben, R.P., Jansen, W.J., 2005. Comovement in international equity markets: A sectoral view. *Journal of International Money and Finance* 24(5), 832-857.
- Bordo, Michael D. 2017. The second era of globalization is not yet over: An historical perspective. NBER Working Paper No. w23786.
- Forbes, K.J., Rigobon, R., 2002. No contagion, only interdependence: Measuring stock market co-movements. *Journal of Finance* 57(5), 2223-2261.
- Goetzmann, W.N., Li, L., Rouwenhorst, K.G., 2005. Long-term global market correlations. *Journal of Business* 78(1), 1-38.
- Mauro, P., Sussman, N., Yafeh, Y., 2002. Emerging market spreads: Then versus now. *Quarterly Journal of Economics* 117, 695-733.
- Rangvid, J., Santa-Clara, P., Schmeling, M., 2016. Capital market integration and consumption risk sharing over the long run. *Journal of International Economics* 103, 27-43.
- Mauro, P., Sussman, N., Yafeh, Y., 2002. Emerging market spreads: Then versus now. *Quarterly Journal of Economics* 117, 695-733.
- Rangvid, J., Santa-Clara, P., Schmeling, M., 2016. Capital market integration and consumption risk sharing over the long run. *Journal of International Economics* 103, 27-43.



Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenuti sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento. Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.

Data del primo utilizzo: 22 giugno 2020.